

腾讯音乐 (TME.N)

ARPPU 值提升或将成为订阅业务增长主要驱动

优于大市

核心观点

收入同比增长 8.7%，经调整利润率同比+3.5pct。 25Q1，公司实现总收入 73.6 亿元，同比+8.7%，环比-1.4%，在线音乐收入占比达 79%。公司毛利率与经调整利润继续提升，毛利率同比上升 3.1pct，经调整利润率同比上升 3.5pct。25Q1，公司毛利率 44.1%，同比+3.1pct，环比+0.5pct。毛利率提升主要系：①版权成本绝对值还是提升的，但是有杠杆作用，特别是包月会员的 ARPPU 提升带来订阅业务毛利率提升。②自制内容收入分成比例下降等。我们预计 25 年毛利率继续提升，可达 45%。在成本端和费用端持续优化下，25Q1 公司经调整净利润 22.3 亿元，同比+22.8%。经调整利润率 30.3%，同比+3.5pct，环比-1.9pct。

订阅业务 ARPPU 值提升顺利。 25Q1，在线音乐收入 58 亿元，同比+15.9%，环比-0.5%。1) 25Q1，公司订阅业务收入 42.2 亿元，同比+17%，环比+4.7%。25Q1，公司的在线音乐移动 MAU 为 5.55 亿，同比-4.0%。在线音乐付费用户为 1.23 亿人，同比+8.3%；订阅用户环比净增 190 万，付费率达 22.1%，同比+2.5pct。月 ARPPU 为 11.4 元，同比+7.5%，环比+2.7%。根据业绩会，SVIP 渗透率和 ARPPU 都展现出非常强劲的增长势头，SVIP 已开始发挥驱动作用，增速甚至超过公司预期。后续提升 ARPPU 方式：①持续优化市场的运营，同时缩减了提供给市场的折扣力度。②未来 SVIP 业务的自然增长成为驱动 ARPPU 提升的更强劲动力。节奏上来看，我们预计 ARPPU 提升或在下半年会有明显体现。我们预计 25 年全年 ARPPU 值可提升 1.2 元（此前预期 1 元）。2) 其他在线音乐业务（广告、转授权、数字专辑等）收入 15.8 亿元，同比+14.2%，环比-12.1%。

社交娱乐业务业务收入降幅持续收窄。 25Q1，社交娱乐与其他收入 15.5 亿元，同比-12%，环比-5%。

投资建议：公司龙头地位稳固，决定公司订阅业务发展顺利，公司在付费渗透率提升同时发展出 ARPPU 值提升的第二条增长曲线。我们预计 25 年订阅业务收入增长 16%，订阅 ARPPU 值增长 1.2 元（同比提升 11%），订阅用户净增 600 万元（同比提升 5%）。维持盈利预期，预计 25-27 年经调整净利润 89/102/116 亿元。维持“优于大市”评级。

风险提示：政策风险；成本增加的风险；直播、饭圈的监管风险等。

盈利预测和财务指标

	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	28,401	29,065	31,905	34,457	36,180
(+/-%)	2.3%	2.3%	9.8%	8.0%	5.0%
经调整净利润(百万元)	7671	8906	10259	11596	12887
(+/-%)	30.7%	17.5%	16.2%	13.9%	12.3%
每ADS收益(元)	4.47	5.19	5.98	6.76	7.51
EBIT Margin	24.7%	24.4%	28.7%	28.0%	28.0%
净资产收益率 (ROE)	7.6%	12.2%	13.4%	12.7%	12.2%
市盈率 (PE) -调整后	23.9	20.6	17.9	15.8	14.2
EV/EBITDA	8.6	8.8	7.2	7.9	7.2
市净率 (PB)	3.68	3.37	3.05	2.78	2.55

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 海外公司财报点评

互联网 · 互联网 II

证券分析师：张伦可 0755-81982651 zhanglunke@guosen.com.cn
 证券分析师：陈淑媛 021-60375431 chenshuyuan@guosen.com.cn
 S0980521120004 S0980524030003

基础数据

投资评级 优于大市(维持)
 合理估值 16.30 - 16.90 美元
 收盘价 16.62 美元
 总市值/流通市值 257/119 亿美元
 52 周最高价/最低价 17.05/9.41 美元
 近 3 个月日均成交额 不适用

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

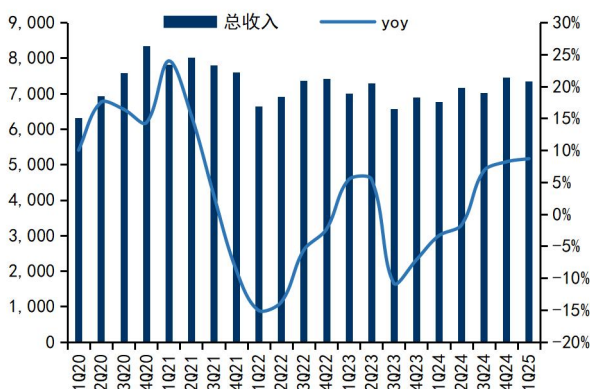
相关研究报告

《腾讯音乐 (TME.N) - 会员数量增长稳健，ARPPU 值提升顺利》——2025-03-23
 《腾讯音乐 (TME.N) - 订阅业务增长稳健，SVIP 会员达 1000 万》——2024-11-15
 《腾讯音乐 (TME.N) - 订阅业务健康发展，下半年关注 SVIP 会员运营》——2024-08-16
 《腾讯音乐 (TME.N) - 订阅用户提升顺利，公司派发现金股息》——2024-05-21
 《腾讯音乐 (TME.N) - 在线音乐业务蓬勃发展，预计 24 年利润侧仍有优化空间》——2024-03-24

业绩概览：收入同比增长 8.7%，经调整利润率同比+3.5pct

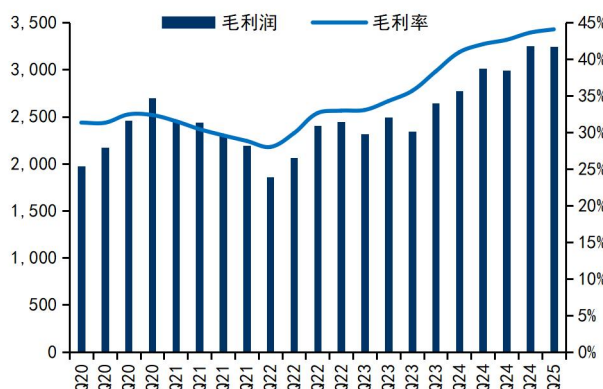
收入同比上涨 8.7%。25Q1，公司实现总收入 73.6 亿元，同比+8.7%，环比-1.4%，在线音乐收入占比达 79%。公司毛利率与经调整利润继续提升，毛利率同比上升 3.1pct，经调整利润率同比上升 3.5pct。25Q1，公司毛利率 44.1%，同比+3.1pct，环比+0.5pct。毛利率提升主要系：①版权成本绝对值还是提升的，但是有杠杆作用，特别是包月会员的 ARPPU 提升带来订阅业务毛利率提升。②自制内容收入分成比例下降等。我们预计 25 年毛利率继续提升，可达 45%。在成本端和费用端持续优化下，25Q1 公司经调整净利润 22.3 亿元，同比+22.8%。经调整利润率 30.3%，同比+3.5pct，环比-1.9pct。

图1：腾讯音乐总收入及增速（百万元，%）



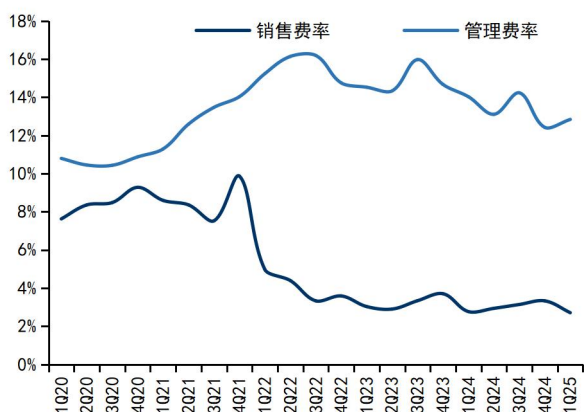
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图2：腾讯音乐毛利润与毛利率（百万元，%）



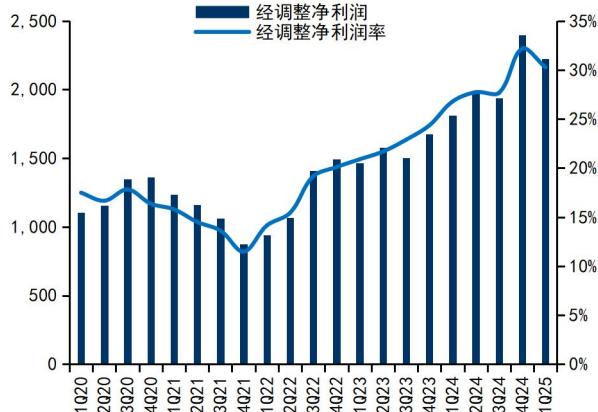
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图3：腾讯音乐各项费用率（%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图4：腾讯音乐经调整利润以及经调整利润率（百万元，%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

商业化：在线音乐业务增长强劲

在线音乐业务：2025Q1，在线音乐收入 58 亿元，同比+15.9%，环比-0.5%。

1) 订阅业务收入同比增长 17%。25Q1，公司订阅业务收入 42.2 亿元，同比+17%，

环比+4.7%，付费用户数继续提升，ARPPU 持续上升：

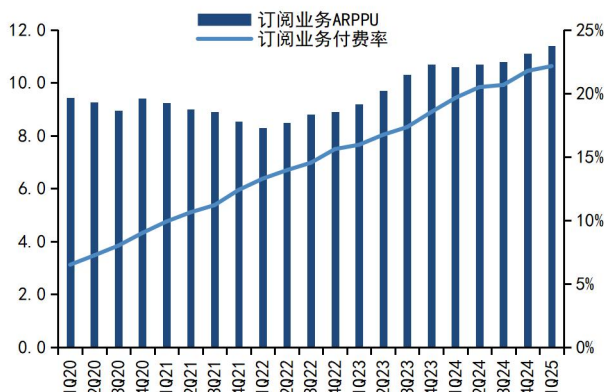
- ✓ 25Q1，公司的在线音乐移动 MAU 为 5.55 亿，同比-4.0%。在线音乐付费用户为 1.23 亿人，同比+8.3%；订阅用户环比净增 190 万，付费率达 22.1%，同比+2.5pct。
- ✓ 月 ARPPU 为 11.4 元，同比+7.5%，环比+2.7%。根据业绩会，SVIP 渗透率和 ARPPU 都展现出非常强劲的增长势头，SVIP 已开始发挥驱动作用，增速甚至超过公司预期。从内容角度来看，更多唱片公司、艺人甚至直播平台（包括来自海外市场的平台）开始拥抱 SVIP 这一趋势。后续提升 ARPPU 方式：①持续优化市场的运营，同时缩减了提供给市场的折扣力度。②未来 SVIP 业务的自然增长成为驱动 ARPPU 提升的更强劲动力。节奏上来看，我们预计 ARPPU 提升或在下半年会有明显体现。我们预计 25 年全年 ARPPU 值可提升 1.2 元（此前预期 1 元）。

图5：腾讯音乐在线音乐收入及增速（百万元，%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图6：腾讯音乐在线音乐订阅付费渗透率以及 ARPPU（元，%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

其他在线音乐：收入同比增长 14%。其他在线音乐业务（广告、转授权、数字专辑等）收入 15.8 亿元，同比+14.2%，环比-12.1%。

图7：腾讯音乐订阅业务收入及增速（百万元，%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图8：腾讯音乐社交娱乐与其他收入及增速（百万元，%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

社交娱乐业务业务收入降幅持续收窄。25Q1，社交娱乐与其他收入 15.5 亿元，同比-12%，环比-5%。

投资建议：订阅业务 ARPPU 值增长顺利，维持“优于大市”评级

公司龙头地位稳固，决定公司订阅业务发展顺利，公司在付费渗透率提升同时发展出 ARPPU 值提升的第二条增长曲线。我们预计 25 年订阅业务收入增长 16%，订阅 ARPPU 值增长 1.2 元（同比提升 11%），订阅用户净增 600 万元（同比提升 5%）。

维持盈利预期，预计 25-27 年经调整净利润 89/102/116 亿元。维持“优于大市”评级。

风险提示

政策风险；付费用户增长不及预期的风险；受泛娱乐平台冲击，竞争格局恶化风险；成本增加的风险；直播、饭圈的监管风险。

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	6591	9390	7095	7263	营业收入	28401	29065	31905	34457
应收款项	6285	3185	3409	3587	营业成本	16376	16759	17548	18952
存货净额	24	25	26	28	营业税金及附加	0	0	0	0
其他流动资产	56	67	66	73	销售费用	897	885	925	1034
流动资产合计	26791	26502	32732	46369	管理费用	4121	4316	4281	4824
固定资产	243	3414	5710	8364	财务费用	(711)	(160)	(143)	(144)
无形资产及其他	22233	21841	21449	21057	投资收益	553	516	230	165
投资性房地产	1089	1089	1089	1089	资产减值及公允价值变动	0	516	528	520
长期股权投资	3599	4999	6371	7757	其他收入	(4639)	0	0	0
资产总计	67254	71144	80650	97934	营业利润	3632	8297	10052	10477
短期借款及交易性金融负债	0	0	1087	10342	营业外净收支	0	0	0	0
应付款项	4329	3371	3503	3760	利润总额	3632	8297	10052	10477
其他流动负债	6121	4293	4425	4809	所得税费用	417	1527	1850	1928
流动负债合计	10450	7665	9016	18911	少数股东损益	186	67	91	115
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	3839	6703	8111	8434
其他长期负债	5749	7665	10050	11421					
长期负债合计	5749	7665	10050	11421	现金流量表(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	16199	15330	19066	30332	净利润	3839	6703	8111	8434
少数股东权益	738	805	897	1012	资产减值准备	0	0	0	0
股东权益	50317	55009	60687	66591	折旧摊销	824	495	631	765
负债和股东权益总计	67254	71144	80650	97934	公允价值变动损失	0	(516)	(528)	(520)
					财务费用	(711)	(160)	(143)	(144)
关键财务与估值指标	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	126	2219	2425	1824
每股收益	2.48	4.33	5.24	5.45	其它	113	67	91	115
每股红利	0.49	0.65	0.79	0.82	经营活动现金流	4902	8968	10730	10618
每股净资产	16.24	17.76	19.59	21.50	资本开支	(499)	(2758)	(2006)	(2507)
ROIC	34%	29%	36%	39%	其它投资现金流	1060	0	(8301)	(13282)
ROE	8%	12%	13%	13%	投资活动现金流	(783)	(4158)	(11679)	(17175)
毛利率	42%	42%	45%	45%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	25%	24%	29%	28%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	28%	26%	31%	30%	支付股利、利息	(1516)	(2011)	(2433)	(2530)
收入增长	2%	2%	10%	8%	其它融资现金流	(5624)	0	1087	9255
经调整净利润增长率	31%	17%	16%	14%	融资活动现金流	(8656)	(2011)	(1346)	6725
资产负债率	25%	23%	25%	32%	现金净变动	(4537)	2799	(2295)	168
息率	2.9%	3.9%	4.7%	4.9%	货币资金的期初余额	11128	6591	9390	7095
P/E-调整后	23.9	20.6	17.9	15.8	货币资金的期末余额	6591	9390	7095	7263
P/B	3.7	3.4	3.1	2.8	企业自由现金流	6654	5753	8517	7955
EV/EBITDA	8.6	8.8	7.2	7.9	权益自由现金流	1659	5883	9721	17327

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032